

0-497320

На правах рукописи

Тимофеева Анна Александровна

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
ПО ДОВЕРИТЕЛЬНОМУ УПРАВЛЕНИЮ
ПЕНСИОННЫМИ НАКОПЛЕНИЯМИ**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Иркутск
2012

**Диссертация выполнена на кафедре банковского дела и ценных бумаг
Байкальского государственного университета экономики и права**

Научный руководитель:

**кандидат экономических наук, доцент
Алексеева Ирина Анатольевна**

Официальные оппоненты:

**доктор экономических наук, профессор
Бахматов Сергей Александрович**

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



0000795842

**доктор экономических наук, профессор
Багинова Виктория Матвеевна**

Ведущая организация:

**ФГБОУ ВПО «Уральский государственный
экономический университет»**

Защита состоится 27 февраля 2012 г. в 15-00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.070.03 при Байкальском государственном университете экономики и права по адресу: 664003, г. Иркутск, ул. Карла Маркса, 24, корпус 9, зал заседаний ученого совета.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГБОУ ВПО «Байкальский государственный университет экономики и права» по адресу: 664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11, корпус 2, ауд. 101.

Объявление о защите и автореферат диссертации размещены 25 января 2012 г. на официальном сайте университета: www.isea.ru и сайте ВАК Минобрнауки РФ (<http://vak.ed.gov.ru>)

Отзывы на автореферат отправлять по адресу: 664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11, БГУЭП, ученому секретарю диссертационного совета Д 212.070.03

Автореферат разослан 26 января 2012 г.

Ученый секретарь

диссертационного совета

доктор экономических наук, профессор

Н.Г. Новикова

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Начавшаяся в начале 1990-х гг. в России пенсионная реформа характеризуется переходом от распределительных принципов функционирования пенсионной системы к накопительно-распределительным. Трудовая пенсия отдельных категорий граждан стала включать накопительный элемент. В настоящее время застрахованные лица в системе обязательного пенсионного страхования могут передать пенсионные накопления в доверительное управление управляющей компании — Государственной управляющей компании, ею назначена Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)», или частной управляющей компании, отобранной на конкурсной основе, либо перевести их в негосударственный пенсионный фонд.

Управляющие компании, получившие по договорам доверительного управления пенсионные накопления, размещают их на счетах и во вкладах в коммерческих банках и инвестируют в ценные бумаги, разрешенные для этих целей законодательством Российской Федерации. Целью инвестирования пенсионных накоплений является их прирост.

Предполагалось, что доход, полученный управляющими компаниями в результате доверительного управления пенсионными накоплениями, станет существенной добавкой к пенсии застрахованных лиц. Однако, среднее значение доходности пенсионных накоплений, полученное разными управляющими компаниями за период с 2004 по 2010 гг., находилось в пределах от 4,18 до 21,72%, что свидетельствует об отсутствии прироста накопительной части пенсии отдельных застрахованных лиц с учетом официального уровня инфляции в стране, составившим за этот же период времени 10,63%. При этом условия осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями для всех управляющих компаний были едиными. Таким образом, особое значение приобретает организация деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями в самой управляющей компании.

Доверительное управление пенсионными накоплениями — сравнительно новый вид доверительного управления на рынке ценных бумаг, осуществляемый управляющими компаниями во многом исходя из имеющегося опыта в сфере управления активами. Наличие особенностей данного вида деятельности, вызванные, прежде всего, социальной значимостью средств, передаваемых в доверительное управление, не в полной мере учитываются в настоящее время управляющими компаниями при организации доверительного управления пенсионными накоплениями. Этим и обусловлена актуальность выбранной темы исследования.

Степень научной разработанности проблемы. Научная литература, составляющая основу для изучения деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями, представляет собой теоретические разработки российских и иностранных ученых в области доверительного управления, инвестиций и финансового посредничества, а также реформирования пенсионной системы Российской Федерации.

Вопросы теории и законодательного регулирования деятельности по доверительному управлению рассмотрены в работах таких авторов как: Абрамов А. Е.,

Беневоленская З. Э., Генкин А. С., Миловидов В. Д. Определение экономической сущности деятельности по доверительному управлению (в контексте изучения инвестиционной и посреднической деятельности на финансовом рынке и рынке ценных бумаг) освещается в работах Анесянц С. А., Архипов А. Ю., Аршавский А. Ю., Аюшиев А. Д., Басов А. И., Белов В. А., Берзон Н. И., Буянова Е. А., Галанов В. А., Киячков А. А., Косаренко Н. Н., Лахметкина Н. И., Макарова М. В., Маренков Н. Л., Миркин Я. М., Пигу А., Подшиваленко Г. П., Попова Е. М., Савруков Н. Т., Филиппов В. И., Чалдаева Л. А., Чернова Т. А., Ческидов Б. М., Шумпетер Й.

Значительный вклад в разработку теоретических и практических вопросов пенсионной реформы в целом, а также в части управления пенсионными накоплениями внесли отечественные ученые Абрамов А. Е., Беликова Т. Н., Борисенко Н. Ю., Добромислов К. В., Жигас М. Г., Жуйков А., Лельчук А. Л., Минаева Л. Н., Михальчук В. Ю., Назаров В. С., Самаруха В. И., Серебрякова Е. И., Смирнов А., Соловьев А. К., Федотов Д. Ю., Хмыз О. В.

Отмечая высокую значимость исследований вышеуказанных авторов, считаем, что в российской практике вопросы, касающиеся развития деятельности по доверительному управлению, эволюции ее видов и их классификации изучены не достаточно. Кроме того, на практике отсутствует единый, комплексный подход к организации деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями как процессу, состоящему из нескольких этапов. Таким образом, данная проблема остается актуальной и требует дальнейшего исследования.

Цель и задачи исследования. Цель настоящей работы заключается в уточнении теоретических положений и разработке на этой основе практических рекомендаций по совершенствованию деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями, осуществляемой управляющими компаниями.

В соответствии с намеченной целью в диссертационном исследовании были поставлены следующие задачи:

- выделить виды доверительного управления с точки зрения объекта и его принадлежности учредителю доверительного управления;
- рассмотреть подходы к определению места доверительного управляющего в структуре участников рынка ценных бумаг;
- выделить классификационные признаки и провести классификацию видов доверительного управления;
- уточнить понятие «пенсионные накопления»;
- изучить организацию деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями;
- провести анализ инвестирования пенсионных накоплений управляющими компаниями;
- изучить условия функционирования управляющих компаний, осуществляющих деятельность по доверительному управлению пенсионными накоплениями;
- дать рекомендации по совершенствованию деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями, которые позволят обеспечить результаты деятельности управляющих компаний на уровне, соответствующем заявленным ожиданиям застрахованных лиц.

Объектом исследования являются финансовые отношения, которые возникают между управляющей компанией, осуществляющей деятельность по доверительному управлению пенсионными накоплениями, и другими участниками, вовлеченными в отношения по формированию и инвестированию пенсионных накоплений.

Предметом исследования является деятельность управляющих компаний по доверительному управлению пенсионными накоплениями.

Теоретической и методологической основой исследования послужили научные труды в области финансового посредничества, инвестиционной деятельности, деятельности по доверительному управлению на российском рынке ценных бумаг, реформирования пенсионной системы Российской Федерации и функционирования управляющих компаний на рынке пенсионных накоплений. Методологическую основу исследования составили общенаучные методы познания, методы экономического и сравнительного анализа, процессный подход.

Информационную базу исследования составили нормативно-правовые акты Российской Федерации, данные Пенсионного фонда России, материалы официальных сайтов Министерства финансов Российской Федерации, Федеральной службы по финансовым рынкам России, Национальной лиги управляющих, а также положения монографических исследований, научных статей в периодической печати и информационные ресурсы «Интернет».

В ходе диссертационного исследования автором были получены следующие **наиболее существенные результаты**:

1. Определена совокупность признаков, присущих деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями: осуществляется на обязательной основе; передача пенсионных накоплений в доверительное управление не сопровождается выдачей управляющей компанией ценных бумаг; реализуется на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами; относится к коллективному доверительному управлению; объект доверительного управления может находиться как в государственной, так и в частной собственности;

2. Выделены две группы ограничений, действующих при инвестировании пенсионных накоплений: структурные, касающиеся перечня объектов и их доли в структуре инвестиционного портфеля; организационные, состоящие в требованиях, предъявляемых к активу для включения его в состав инвестиционного портфеля и эмитентам ценных бумаг, в которые допускается инвестирование пенсионных накоплений;

3. Раскрыто влияние на управляющие компании при осуществлении ими деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями двух групп факторов, основными из которых в первой группе являются: уровень финансовой грамотности, информационная прозрачность проводимой пенсионной реформы; во второй группе — ограничения при инвестировании пенсионных накоплений;

4. Разработаны рекомендации по совершенствованию процесса доверительного управления пенсионными накоплениями, включающие формулировку цели

осуществления деятельности по доверительному управлению; способ ее достижения, заключающийся в формировании трех различных по уровню риска инвестиционных портфелей; предложение создания резервного фонда и определение условий обращения к нему как к источнику, гарантирующему сохранность пенсионных накоплений в зависимости от типа портфеля.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в разработке теоретических предложений и практических рекомендаций по совершенствованию управляющими компаниями деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями. Элементами научной новизны являются следующие:

1. Сформулированы классификационные признаки деятельности по доверительному управлению на рынке ценных бумаг дополнительно к существующим (Галанов В. А., Басов А. И., Едророва В. Н., Новожилова Т. Н., Федотов Д. Ю.): 1) собственник объекта доверительного управления; 2) характер заключения договора доверительно управления; 3) способ фиксации передачи средств в доверительное управление; 4) вид лицензии; 5) способ формирования объекта доверительного управления. Это позволило провести классификацию видов доверительного управления и выявить особенности осуществления доверительного управления различными объектами;

2. Конкретизирована экономическая сущность деятельности по доверительному управлению на рынке ценных бумаг (в отличие от общепринятого толкования доверительного управления как инвестиционной или посреднической деятельности), заключающаяся в фондовом инвестиционном посредничестве через аккумуляцию привлеченных ресурсов с их последующим размещением в различные финансовые активы. Это позволило усилить финансовый аспект организации деятельности по доверительному управлению;

3. Уточнено определение понятия «пенсионные накопления» с точки зрения процесса инвестирования, осуществляемого управляющей компанией; под пенсионными накоплениями предлагается понимать средства, поступившие в доверительное управление управляющим компаниям из Пенсионного фонда России и/или негосударственных пенсионных фондов по договорам обязательного пенсионного страхования, а также средства (часть средств) материнского (семейного) капитала, инвестируемые в дальнейшем управляющей компанией на финансовом рынке;

4. Предложено рассматривать деятельность по доверительному управлению пенсионными накоплениями как процесс, включающий в себя этапы: составление инвестиционной декларации; инвестирование пенсионных накоплений; начисление вознаграждения управляющей компании; контроль. Это позволит отражать организацию работы управляющей компании в рамках каждого этапа в едином документе, предлагаемом автором к составлению, — Регламенте осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями, представление которого управляющими компаниями в Пенсионный фонд России будет являться условием для участия компаний в конкурсе на заключение договоров доверительного управления пенсионными накоплениями.

Теоретическая и практическая значимость исследования. Теоретическая значимость результатов и выводов заключается в том, что определена совокуп-

ность признаков, присущих деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями, уточнено определение пенсионных накоплений с позиции их инвестирования, выработан подход к рассмотрению деятельности по доверительному управлению как к процессу, состоящему из нескольких этапов, выделены факторы, оказывающих влияние на управляющие компании при осуществлении ими деятельности по доверительному управлению, что позволило дать практические рекомендации по совершенствованию деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями.

Практическая значимость заключается в возможности использования предложенных рекомендаций Пенсионным фондом России и Федеральной службой по финансовым рынкам России при проведении конкурсов по отбору управляющих компаний для заключения с ними договоров доверительного управления пенсионными накоплениями, а также управляющими компаниями для совершенствования процесса доверительного управления пенсионными накоплениями в целях достижения наилучших результатов деятельности в соответствии с ожиданиями застрахованных лиц.

Результаты исследования могут быть использованы в работе управляющих компаний, осуществляющих деятельность по доверительному управлению пенсионными накоплениями, а также в учебном процессе при подготовке специалистов в области рынка ценных бумаг.

Соответствие диссертации паспорту научной специальности. Область диссертационной работы включает изучение деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями и разработку теоретических положений и практических рекомендаций по совершенствованию деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями, что соответствует формуле специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит», а именно пунктам 1.5. «Финансовые институты: теория, методология, закономерности развития и совершенствование управления» и 6.1. «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов» паспорта специальностей ВАК России.

Апробация результатов исследования. Основные положения работы обсуждались на ежегодных научных конференциях профессорско-преподавательского состава и докторантов Байкальского государственного университета экономики и права (2006, 2007, 2008, 2009 гг.).

Полученные автором научные результаты используются в учебном процессе Байкальского государственного университета экономики и права при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг» и «Ценные бумаги и финансовые рынки», а также были предложены и нашли отражение в работе Регионального отделения Федеральной службы по финансовым рынкам в Восточно-Сибирском регионе (РО ФСФР России в ВСР), что подтверждается соответствующими справками о внедрении.

Публикации. Результаты диссертационного исследования отражены в девяти публикациях общим объемом 3,00 п. л., в том числе две статьи объемом 0,56 п. л. в ведущем рецензируемом научном журнале, определенном ВАК Минобрнауки РФ.

Структура диссертации. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы из 207 наименований и приложений. Текст научного исследования изложен на 202 страницах и включает в себя 30 таблиц. Диссертация содержит 20 приложений, включая 2 рисунка и 18 таблиц.

Во введении обосновывается актуальность выбранной темы диссертационного исследования, определяются цели и задачи, объект и предмет исследования, раскрывается научная новизна, отражается теоретическая и практическая значимость.

В первой главе «Деятельность по доверительному управлению на рынке ценных бумаг: теоретические аспекты» выявлены основные направления развития деятельности по доверительному управлению; выделены виды доверительного управления исходя из объекта и его принадлежности учредителю доверительного управления; обозначены условия отнесения какого-либо участника рынка ценных бумаг к фондовым посредникам и определены особенности осуществления инвестиционной деятельности; раскрыта экономическая сущность деятельности по доверительному управлению на рынке ценных бумаг; предложены классификационные признаки и проведена классификация видов доверительного управления; определена совокупность признаков, присущих деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями.

Во второй главе «Организация и анализ деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями» выделены процесс формирования и процесс инвестирования пенсионных накоплений, обозначены их участники, уточнено определение понятия «пенсионные накопления» с точки зрения их инвестирования, осуществляемого управляющей компанией; деятельность по доверительному управлению пенсионными накоплениями рассмотрена как процесс, состоящий из нескольких этапов; проведен анализ инвестирования пенсионных накоплений за период с 2004 по 2010 гг., выявлены управляющие компании — лидеры по доходности и по объему пенсионных накоплений, находящихся в доверительном управлении, сделаны выводы по результатам анализа.

В третьей главе «Направления совершенствования деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями» выделены факторы, оказывающие влияние на управляющие компании при осуществлении ими деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями; проведена группировка этих факторов в зависимости от субъекта, через которого проявляется их действие; обозначена необходимость улучшения условий, в которых осуществляется деятельность по доверительному управлению пенсионными накоплениями; даны рекомендации по совершенствованию процесса доверительного управления пенсионными накоплениями.

В заключении изложены основные выводы, сделанные автором в ходе проведенного исследования.

В приложениях приведен аналитический и статистический материал, использованный в диссертации, и подтверждающий результаты и выводы, полученные автором.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Сформулированы классификационные признаки деятельности по доверительному управлению на рынке ценных бумаг дополнительно к существующим (Галанов В.А., Басов А.И., Едренова В.Н., Новожилова Т.Н., Федотов Д.Ю.): 1) собственник объекта доверительного управления; 2) характер заключения договора доверительно управления; 3) способ фиксации передачи средств в доверительное управление; 4) вид лицензии; 5) способ формирования объекта доверительного управления. Это позволило провести классификацию видов доверительного управления и выявить особенности осуществления доверительного управления различными объектами.

Изучение экономической литературы, посвященной вопросам доверительного управления, а также законодательства Российской Федерации, регулирующего данную сферу отношений, позволило сделать вывод, что развитие деятельности по доверительному управлению с начала 1990-х гг. шло в направлении:

- расширения перечня объектов доверительного управления, передаваемых учредителями управления управляющим как на обязательной, так и добровольной основе;

- введения лицензии управляющей компании, дающей право осуществлять деятельность по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами;

- появления коллективных форм доверительного управления;

- возможности выпуска ценных бумаг в результате заключения договора доверительного управления;

- уточнения состава учредителей доверительного управления.

При этом было установлено, что расширение сферы применения деятельности по доверительному управлению в наибольшей степени происходило за счет увеличения количества объектов доверительного управления, а также за счет уточнения состава учредителей доверительного управления. Автором были выделены виды доверительного управления с точки зрения объекта и его принадлежности учредителю доверительного управления, основными из которых являются:

- доверительное управление пенсионными накоплениями негосударственных пенсионных фондов;

- доверительное управление средствами Фонда национального благосостояния;

- доверительное управление имуществом паевого инвестиционного фонда;

- доверительное управление пенсионными накоплениями Пенсионного фонда России;

- доверительное управление ипотечным покрытием;

- доверительное управление накоплениями для жилищного обеспечения военнослужащих;

- доверительное управление ценными бумагами и денежными средствами.

Наблюдающаяся тенденция к увеличению количества видов доверительного управления определила необходимость в их упорядочении путем проведения классификации.

Первый классификационный признак — собственник объекта доверительного управления — был выделен в связи с предоставляемой в настоящее время возможностью передачи в доверительное управление объектов, находящихся как в государственной (муниципальной), так и в частной собственности. В соответствии с этим предлагается различать: доверительное управление объектами, находящимися в государственной (муниципальной) собственности; доверительное управление объектами, находящимися в частной собственности.

Второй классификационный признак — характер заключения договора доверительного управления — выделен в связи с тем, что в определенных случаях законодательством Российской Федерации установлена обязательная передача имущества в доверительное управление. Когда законодательство это не требует, собственник средств передает их в доверительное управление по своему желанию. В соответствии с данным классификационным признаком различается: доверительное управление, осуществляемое на обязательной основе; доверительное управление, осуществляемое на добровольной основе.

Осуществление деятельности по доверительному управлению предполагает передачу средств учредителем управления в доверительное управление. Такая передача средств может сопровождаться выпуском ценных бумаг или присоединением к договору доверительного управления учредителем управления. В связи с этим был выделен третий классификационный признак — способ фиксации передачи средств в доверительное управление. Согласно ему следует различать: доверительное управление, сопровождающееся выдачей ценных бумаг; доверительное управление, не сопровождающееся выдачей ценных бумаг.

Выделение следующего, четвертого классификационного признака — вид лицензии — связано с тем, что деятельность по доверительному управлению на рынке ценных бумаг подлежит обязательному лицензированию Федеральной службой по финансовым рынкам России. Единственным видом лицензии, позволяющим осуществлять деятельность по доверительному управлению на рынке ценных бумаг, вплоть до 2002 г., была лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ ввел новый вид лицензии, дающей право осуществлять деятельность по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, — лицензию управляющей компании. Таким образом, в настоящее время деятельность по доверительному управлению на рынке ценных бумаг включает: доверительное управление, реализуемое на основании лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами; доверительное управление, реализуемое на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами.

Пятый классификационный признак — способ формирования объекта доверительного управления — сформулирован нами исходя из того, что объект доверительного управления может быть сформирован на индивидуальной или коллективной основе. В первом случае деятельность по доверительному управлению на рынке ценных бумаг осуществляется на основании индивидуальных договоров, заключаемых между учредителем управления и управляющим, в соответствии с этим выделим индивидуальное доверительное управление. Если же объект доверительного управления формируется на коллективной основе, в т. ч. путем объединения имущества нескольких учредителей доверительного управления, то доверительное управление таким объектом будем относить к коллективному доверительному управлению.

В результате классификации, проведенной по вышеперечисленным классификационным признакам, была определена совокупность признаков, присущих деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями.

2. Конкретизирована экономическая сущность деятельности по доверительному управлению на рынке ценных бумаг (в отличие от общепринятого толкования доверительного управления как инвестиционной или посреднической деятельности), заключающаяся в фондовом инвестиционном посредничестве через аккумуляцию привлеченных ресурсов с их последующим размещением в различные финансовые активы.

В экономической литературе деятельность по доверительному управлению ценными бумагами приравнивается к профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, при этом какие-либо экономические характеристики данного вида деятельности не приводятся. В то же время достаточно большое внимание уделяется вопросу отнесения доверительного управляющего как субъекта деятельности по доверительному управлению в состав той или иной группы участников рынка ценных бумаг. Как правило, его включают в состав профессиональных участников рынка ценных бумаг, что определено ст. 5 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ и обоснованно с правовой точки зрения. Доверительного управляющего также относят к посредникам (финансовым или фондовым) и инвесторам, что тоже правомерно, но уже с экономической точки зрения.

Изучив и обобщив экономическую литературу, посвященную вопросам посредничества (Абрамов А., Азрилян А. Н., Галанов В. А., Ивасенко А. Г., Миловидов В. Д., Пигу А., Попова Е. М., Севрук В. Т., Усоскин В. М., Шумпетер Й.), нами были выделены условия отнесения какого-либо участника рынка ценных бумаг к фондовым посредникам, это:

- наличие лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг или лицензии управляющей компании на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами;
- осуществление операций с различными финансовыми инструментами за счет привлеченных и/или заемных средств;
- совершение сделок исключительно в интересах собственника предоставленных средств или указанных им третьих лиц.

Анализ российского законодательства, содержащего определение понятия «инвестор», а также экономической литературы (Абрамов А. Е., Анесянц С. А., Архипов А. Ю., Аюшиев А. Д., Аюшиев А. А., Белов В. А., Берзон Н. И., Борисов А. Б., Галанов В. А., Иванов Г. И., Лахметкина Н. И., Макарова М. В., Подшиваленко Г. П.) позволил определить следующие особенности осуществления инвестиционной деятельности: инвестор самостоятельно принимает решение об инвестировании, при этом он должен обеспечить целевое использование инвестируемых средств: собственных, привлеченных или заемных.

В диссертационном исследовании показано, что деятельность доверительного управляющего и управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов одновременно удовлетворяет условиям отнесения какого-либо участника рынка ценных бумаг к фондовым посредникам, в то же время при осуществлении своей деятельности они участвуют в инвестиционном процессе. Это позволило прийти к выводу о том, что экономическая сущность деятельности по доверительному управлению заключается в фондовом инвестиционном посредничестве через аккумуляцию привлеченных ресурсов с их последующим размещением в различные финансовые активы.

3. Уточнено определение понятия «пенсионные накопления» с точки зрения процесса инвестирования, осуществляемого управляющей компанией; под пенсионными накоплениями предлагается понимать средства, поступившие в доверительное управление управляющим компаниям из Пенсионного фонда России и/или негосударственных пенсионных фондов по договорам обязательного пенсионного страхования, а также средства (часть средств) материнского (семейного) капитала, инвестируемые в дальнейшем управляющей компанией на финансовом рынке.

Определения понятия «пенсионные накопления» в настоящее время закреплены в Федеральных законах «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» от 24 июля 2002 г. № 111-ФЗ и «О негосударственных пенсионных фондах» от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ. Особенностью этих определений является то, что они сводятся к перечислению средств, формирующих пенсионные накопления. Другая их особенность — в том, что пенсионные накопления представлены как средства, которые перераспределяются между застрахованными лицами, страхователями, государством, Пенсионным фондом России, негосударственными пенсионными фондами и управляющими компаниями.

Данные особенности определений являются следствием того, что в законодательстве выделяются лишь отношения, возникающие между его субъектами и участниками, — отношения по формированию и инвестированию пенсионных накоплений. Проведенные исследования позволяют сделать вывод о целесообразности выделения из этих отношений отношения по инвестированию пенсионных накоплений, возникающие собственно при передаче средств в доверительное управление управляющей компании, и, в соответствии с этим, отделить процесс формирования от процесса инвестирования пенсионных накоплений.

Правомерность такого разделения подтверждается тем, что в настоящее время такие участники пенсионных отношений как Пенсионный фонд России и негосударственные пенсионные фонды лишены права самостоятельно инвестировать поступившие к ним средства и обязаны передавать их в доверительное управление управляющим компаниям. То есть данные участники задействованы лишь в процессе формирования пенсионных накоплений за счет страховых взносов, дополнительных страховых взносов, дополнительных взносов на софинансирование формирования пенсионных накоплений, средств (части средств) материнского (семейного) капитала. В процессе формирования пенсионных накоплений, помимо Пенсионного фонда России и негосударственных пенсионных фондов, также участвуют государство, застрахованные лица и страхователи.

В момент поступления средств из Пенсионного фонда России и/или негосударственных пенсионных фондов в управляющие компании начинается процесс инвестирования, осуществляемый управляющими компаниями. К участникам, задействованным в процессе инвестирования пенсионных накоплений, также относятся брокер, кредитные организации и специализированный депозитарий. Разработанная схема взаимодействия участников процессов формирования и инвестирования пенсионных накоплений представлена на рис. 1.



Рис. 1. Взаимодействие участников процессов формирования и инвестирования пенсионных накоплений

В связи с тем, что обеспечить накопление и/или прирост средств, поступающих на накопительную часть пенсии, могут только управляющие компании в процессе инвестирования термин «пенсионные накопления», по нашему мнению, должен вводиться в оборот в момент заключения договора доверительного управления Пенсионным фондом России и/или негосударственными пенсионными фондами с управляющей компанией.

Таким образом, разделение процессов формирования и инвестирования пенсионных накоплений позволяет дать определение пенсионных накоплений с точки зрения процесса их инвестирования.

4. Раскрыто влияние на управляющие компании при осуществлении ими деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями двух групп факторов, основными из которых в первой группе являются: уровень финансовой грамотности, информационная прозрачность проводимой пенсионной реформы; во второй группе — ограничения при инвестировании пенсионных накоплений.

Исследование социально-экономических условий, в которых происходит реформирование пенсионной системы Российской Федерации, а также основы его законодательного регулирования, позволило обобщить и сгруппировать факторы, оказывающие влияние на управляющие компании при осуществлении ими деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями. Группировка факторов была осуществлена в зависимости от того, через какого субъекта проявляется действие фактора. Такими субъектами определены застрахованные лица и государство. Факторы и их влияние на управляющие компании при осуществлении ими деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями представлены на рис. 2.

К первой группе факторов отнесены: уровень финансовой грамотности; информационная прозрачность проводимой пенсионной реформы; степень уверенности в будущем. Недостаточный уровень финансовой грамотности застрахованных лиц, нехватка информации о проводимой пенсионной реформе, ее основных участниках и показателях их деятельности, в совокупности с отсутствием уверенности в завтрашнем дне, не способствуют активным действиям застрахованных лиц, связанным с осмысленным выбором способа инвестирования накопительной части своей будущей пенсии. Набор показателей деятельности, публикуемый негосударственными пенсионными фондами и управляющими компаниями, различен и подлежит раскрытию в разных источниках. Отсутствие единых, сведенных в одну базу данных, показателей деятельности этих участников пенсионных отношений затрудняет выбор даже тех застрахованных лиц, которые обладают необходимым уровнем знаний для выбора способа управления накопительной частью пенсии. В итоге, на протяжении всего периода реформирования пенсионной системы наблюдается концентрация пенсионных накоплений в одних и тех же управляющих компаниях, независимо от того, какое значение доходности ею было декларировано. Это не стимулирует управляющие компании к совершенствованию деятельности по доверительному управлению в целях обеспечения роста доходности пенсионных накоплений.



Рис. 2. Схема влияния факторов на управляющие компании при осуществлении ими деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями

Во вторую группу факторов, оказывающих влияние на управляющие компании, были включены: ограничения при инвестировании пенсионных накоплений; периодичность права выбора способа управления накопительной частью будущей пенсии; позиция государства по вопросам реформирования пенсионной системы.

Изучение требований к размещению пенсионных накоплений позволило выделить две группы ограничений, действующих при инвестировании данных средств: структурные и организационные. К структурным ограничениям относятся:

- перечень объектов инвестирования;
 - доля активов в структуре инвестиционного портфеля;
 - доля активов одного эмитента (группы связанных эмитентов) в структуре инвестиционного портфеля;
 - доля ценных бумаг одного выпуска в структуре инвестиционного портфеля.
- Организационные ограничения состоят в требованиях, предъявляемых к:
- активу для включения его в состав инвестиционного портфеля;
 - эмитентам ценных бумаг, в которые допускается инвестирование пенсионных накоплений.

Таким образом, составление инвестиционной декларации и инвестирование пенсионных накоплений осуществляется управляющей компанией под влиянием достаточно большого количества не всегда обоснованных ограничений. По сути это означает, что управляющая компания функционирует в определенных рамках, которые самым непосредственным образом определяют границы совершенствования деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями.

В первую очередь это касается требования к акциям при инвестировании пенсионных накоплений — они должны быть включены в котировальный список А первого уровня фондовой биржи. Соблюдение данного требования приводит к невозможности включения в инвестиционный портфель, сформированный за счет пенсионных накоплений, акций ОАО «Газпром», ГМК «Норильский никель», ОАО «НК «Роснефть» и других эмитентов, которые отвечают требованиям, предъявляемым организаторами торговли для включения в котировальный список А первого уровня, но не входят в него.

То же можно отметить в отношении возможности изъятия у управляющей компании части средств, находящихся в доверительном управлении, вследствие права застрахованных лиц ежегодно выбирать способ управления накопительной частью пенсии, что ограничивает инвестирование пенсионных накоплений в недооцененные по результатам фундаментального анализа ценные бумаги, а также в инфраструктурные проекты, вложения в которые, несомненно, способствовали бы росту эффективности инвестирования пенсионных накоплений.

Представляется, что совершенствование деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями сопряжено с необходимостью минимизировать отрицательное влияние выделенных факторов на управляющие компании.

5. Предложено рассматривать деятельность по доверительному управлению пенсионными накоплениями как процесс, включающий в себя этапы: составление инвестиционной декларации; инвестирование пенсионных накоплений; начисление вознаграждения управляющей компании; контроль. Это позволит отражать организацию работы управляющей компании в рамках каждого этапа в едином документе, предлагаемом автором к составлению, — Регламенте осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями, представление которого управляющими компаниями в Пенсионный фонд России будет являться условием для участия компании в конкурсе на заключение договоров доверительного управления пенсионными накоплениями.

Заключение договора доверительного управления и передача средств в доверительное управление управляющему основывается на доверии между доверительным управляющим и учредителем доверительного управления, поскольку доверительному управляющему запрещено давать какие-либо гарантии и обещания о будущей эффективности и доходности управления*, и учредителю доверительного

*За исключением случая принятия обязательств по обеспечению доходности в договоре доверительного управления.

управления приходится полагаться лишь на добросовестность и профессионализм управляющего.

Однако главную смысловую нагрузку в понятии «доверительное управление», по нашему мнению, несет все же слово «управление». В общепринятом понимании управление — это процесс, представляющий собой совокупность нескольких этапов. Таким образом, деятельность по доверительному управлению пенсионными накоплениями, также может быть представлена как процесс, состоящий из этапов: 1) составление инвестиционной декларации; 2) инвестирование пенсионных накоплений; 3) начисление вознаграждения управляющей компании; 4) контроль.

Выделение этапов в процессе деятельности по доверительному управлению позволяет отражать их в едином документе — Регламенте осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями. В настоящее время такой единый документ отсутствует в деятельности управляющих компаний.

На практике управляющие компании, после того как заключили с Пенсионным фондом России договор доверительного управления, обязаны составить и зарегистрировать в Федеральной службе по финансовым рынкам России Внутренний регламент совершения операций со средствами пенсионных накоплений. Исходя из требований к содержанию данного документа можем сделать вывод о необходимости отражения в нем деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями в той части, которая относится ко второму и четвертому этапам, выделенным нами, а именно: инвестирование пенсионных накоплений и контроль.

Помимо Внутреннего регламента совершения операций со средствами пенсионных накоплений существуют документы, которые должны быть представлены управляющей компанией в Пенсионный фонд России до заключения с ней договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений, установленные Правилами организации и проведения конкурса на заключение договоров доверительного управления средствами пенсионных накоплений с Пенсионным фондом России, утвержденными Постановлением Правительства РФ 10 сентября 2010 г. № 708. Их содержание является отражением организации работы управляющей компании в рамках первого и третьего этапов процесса доверительного управления пенсионными накоплениями.

Считаем, наличие нескольких документов, регламентирующих единый процесс — процесс доверительного управления пенсионными накоплениями на отдельных этапах может иметь негативные последствия по ряду причин.

Во-первых, это затрудняет работу управляющих компаний при осуществлении деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями, т. к. требует дополнительной координации четырех, по сути разрозненных в настоящее время этапов, процесса доверительного управления.

Во-вторых, в нынешней ситуации затруднено получение Пенсионным фондом России и Федеральной службой по финансовым рынкам России объективной информации о деятельности по доверительному управлению, как целостному и единому процессу в каждой отдельной управляющей компании. Это может привести к заключению договоров доверительного управления пенсионными накоплениями с

управляющими компаниями, не способными обеспечить надлежащее доверительное управление такими средствами.

В связи с вышеизложенным управляющим компаниям предлагается составлять и применять один документ — Регламент осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями, включающий описание организации действий управляющей компании на всех этапах процесса доверительного управления.

6. Разработаны рекомендации по совершенствованию процесса доверительного управления пенсионными накоплениями, включающие формулировку цели осуществления деятельности по доверительному управлению; способ ее достижения, заключающийся в формировании трех различных по уровню риска инвестиционных портфелей; предложение создания резервного фонда и определение условий обращения к нему как к источнику, гарантирующему сохранность пенсионных накоплений в зависимости от типа портфеля.

В настоящее время ст. 27 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» от 24 июля 2002 г. № 111-ФЗ определяет цель инвестирования пенсионных накоплений. Однако, как было показано ранее, инвестирование есть лишь часть процесса доверительного управления пенсионными накоплениями. Это определило необходимость обозначить цель осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями и ее фиксацию в Регламенте осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями.

Представляется, что цель осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями должна быть сформулирована исходя из целей застрахованных лиц в системе обязательного пенсионного страхования.

Главным для застрахованных лиц, как свидетельствуют социологические опросы, является обеспечение сохранности пенсионных накоплений, как основное условие доверия к пенсионной системе. Но смысл в понятие «сохранность» застрахованные лица вкладывают разный. Так, если одна группа застрахованных лиц не допускает уменьшение номинального объема инвестируемых средств, то для другой необходим прирост средств с учетом уровня инфляции в стране, а кто-то из застрахованных лиц может вообще не предъявлять требование к сохранности.

Считаем, что основным критерием при определении сохранности пенсионных накоплений в каждом конкретном случае следует считать приемлемый для застрахованного лица уровень риска. В связи с этим в качестве цели осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями должно быть обозначено — обеспечение сохранности пенсионных накоплений на приемлемом для застрахованного лица уровне.

Для ее достижения управляющим компаниям рекомендуется формировать три типа инвестиционных портфелей, различающихся уровнем риска:

- безрисковый;
- среднерисковый;
- рисковый.

Основные характеристики предложенных для формирования инвестиционных портфелей представлены в табл. 1.

Таблица 1

Характеристика типов инвестиционных портфелей,
формируемых по уровням риска

Показатель		Рисковый	Среднерисковый	Безрисковый
Сохранность пенсионных накоплений		не обеспечивается	номинальная	реальная
Доходность пенсионных накоплений	минимальная	не гарантируется	0%	совпадает с официальным показателем инфляции в стране
	максимальная	не ограничивается	не ограничивается	
Необходимость создания резерва		нет	да	да
Источники формирования резерва	страховые взносы	-	+	+
	сумма, рассчитанная пропорционально превышению доходности по портфелю от гарантируемого результата	-	-	+

Получение управляющими компаниями в процессе доверительного управления по среднерисковому портфелю отрицательной доходности и по безрисковому инвестиционному портфелю доходности ниже официального уровня инфляции в стране является условием для обращения управляющей компании к резервному фонду. Но прежде должны быть установлены причины полученных ими таких итогов работы. Предполагается, что сохранность пенсионных накоплений по безрисковому и среднерисковому инвестиционным портфелям будет обеспечиваться за счет средств резервного фонда только при наступлении рисков, не связанных с деятельностью управляющей компании. Если же будет установлено, что неудовлетворительные результаты были получены по вине управляющей компании, то требуемая в зависимости от типа портфеля компенсация должна осуществляться за счет собственных средств данной компании. Представляется, что такая мера приведет к повышению ответственности управляющих компаний за результаты доверительного управления и усилению контроля, осуществляемому на четвертом этапе процесса доверительного управления пенсионными накоплениями.

Включение в процесс доверительного управления этапа «начисление вознаграждения управляющей компании» и необходимость его отражения в Регламенте осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями обусловлено тем, что правильно организованная система вознаграждения управляющей компании способствует совершенствованию деятельности по доверительному управлению на других этапах этого процесса.

Действующий в настоящее время порядок определения вознаграждения управляющей компании предполагает начисление вознаграждения с дохода, декларированного ею. В условиях благоприятной экономической ситуации в стране и

роста фондового рынка стремление управляющих компаний максимизировать прибыль приводит к росту инвестиционных рисков, в случае ухудшающейся ситуации на финансовых рынках — к отсутствию стимулов к эффективной работе, т. е. при получении убытков независимо от их размера все управляющие компании, декларировавшие отрицательную доходность, лишаются вознаграждения.

В связи с этим считаем правомерным начислять вознаграждение управляющей компании (на третьем этапе процесса доверительного управления пенсионными накоплениями) в порядке, предусматривающем фиксированную часть и премиальные, и данный порядок вознаграждения включать в Регламент осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями.

Представляется, что фиксация в одном документе — Регламенте осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями — действий управляющей компании на каждом этапе процесса доверительного управления пенсионными накоплениями, с учетом рекомендаций, предложенных автором, будет способствовать совершенствованию деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями исходя из цели ее осуществления — обеспечение сохранности пенсионных накоплений на приемлемом для застрахованного лица уровне.

III. ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ ИССЛЕДОВАНИЯ

Изучение вопроса эволюции деятельности по доверительному управлению на российском рынке ценных бумаг позволило выявить основные направления развития данного вида деятельности и выделить виды доверительного управления с позиции объекта и его принадлежности учредителю доверительного управления.

В ходе изучения и обобщения экономической литературы были выделены условия отнесения какого-либо участника рынка ценных бумаг к фондовым посредникам, а также определены особенности осуществления инвестиционной деятельности, что позволило автору конкретизировать экономическую сущность деятельности по доверительному управлению, заключающуюся в фондовом инвестиционном посредничестве.

В результате классификации видов доверительного управления по сформулированным автором классификационным признакам была определена совокупность признаков, присущих деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями.

Выделены процесс формирования и процесс инвестирования пенсионных накоплений. Уточнено, что обеспечить прирост данных средств или накопление может только управляющая компания, являющаяся основным участником процесса инвестирования, в связи с чем было уточнено определение понятия «пенсионные накопления» с точки зрения процесса инвестирования.

Изучение осуществления управляющей компанией деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями позволило автору предложить рассматривать данный вид деятельности как процесс, включающий в себя несколько этапов: составление инвестиционной декларации, инвестирование пенси-

онных накоплений, начисление вознаграждение управляющей компании и контроль.

Анализ инвестирования пенсионных накоплений проводился в период с 2004 по 2010 гг. и включал в себя анализ доходности пенсионных накоплений; структуры инвестиционных портфелей, показавших максимальную, среднюю и минимальную доходность; структуры доходов инвестиционных портфелей с максимальной, средней и минимальной доходностью; сумм пенсионных накоплений ежегодно поступающих в распоряжение управляющим компаниям от застрахованных лиц в системе обязательного пенсионного страхования. В результате анализа было установлено:

- при благоприятной экономической ситуации в стране и росте фондового рынка вложения управляющих компаний в наиболее рискованные инструменты, из числа разрешенных российским законодательством для инвестирования пенсионных накоплений, в совокупности с активной инвестиционной стратегией позволяют получить доходность пенсионных накоплений не ниже среднерыночной;

- частные управляющие компании, придерживающиеся агрессивной стратегии при инвестировании пенсионных накоплений, не пересматривают свои инвестиционные портфели и не меняют принципы инвестирования на консервативные даже при ухудшении ситуации на фондовом рынке страны, что влечет за собой резкое падение доходности по портфелю в этот период;

- декларирование управляющими компаниями лучших результатов инвестирования не приводит к росту количества застрахованных лиц, доверивших свои пенсионные накопления этим компаниям.

Изучение условий функционирования управляющих компаний позволило выделить две группы факторов, влияющих на управляющие компании при осуществлении ими деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями. Группировка факторов была осуществлена в зависимости от того, через какого субъекта проявляется его действие, а именно: застрахованных лиц или государства. К первой группе факторов отнесены: уровень финансовой грамотности; информационная прозрачность проводимой пенсионной реформы; степень уверенности в будущем. Во вторую группу факторов включены: ограничения при инвестировании пенсионных накоплений; периодичность права выбора способа управления накопительной частью будущей пенсии; позиция государства по вопросам реформирования пенсионной системы. Сделан вывод о том, что совершенствование деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями сопряжено с необходимостью минимизировать отрицательное влияние выделенных групп факторов на управляющие компании.

Автором исследования предложены рекомендации по совершенствованию процесса доверительного управления пенсионными накоплениями в целом и рамках его отдельных этапов в частности. Обоснована необходимость отражения организации работы управляющей компании на каждом этапе процесса доверительного управления в едином документе — Регламенте осуществления деятельности по доверительному управлению пенсионными накоплениями.

IV. ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи в ведущих рецензируемых научных журналах, рекомендуемых ВАК Минобрнауки РФ:

1. Тимофеева А.А. Пенсионные накопления: источники формирования и подходы к определению / А. А. Тимофеева // Известия Иркутской государственной экономической академии (Байкальский государственный университет экономики и права). – 2011. – № 5 [электронный ресурс]. – 0,26 п.л.

2. Тимофеева А.А. Совершенствование критериев отбора акций при инвестировании средств пенсионных накоплений частными управляющими компаниями / А. А. Тимофеева // Известия Иркутской государственной экономической академии (Байкальский государственный университет экономики и права). – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2011. – № 6. – С. 80–83. – 0,30 п.л.

Статьи, опубликованные в других научных изданиях:

3. Тимофеева А.А. Некоторые аспекты законодательного регулирования деятельности по доверительному управлению / А. А. Тимофеева // Торговля и торговое образование: проблемы и перспективы развития. – г. Иркутск: Изд-во ООО «Аспринт», 2007. – С. 129–134. – 0,32 п.л.

4. Тимофеева А.А. Реформирование пенсионной системы в постсоветской России: основные этапы и проблемы / А. А. Тимофеева // Иркутский историко-экономический ежегодник: 2008. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2008. – С. 285–290. – 0,32 п.л.

5. Тимофеева А.А. К вопросу о классификации деятельности по доверительному управлению на рынке ценных бумаг / А. А. Тимофеева // Материалы 67-й ежегодной научной конференции профессорско-преподавательского состава и докторантов, 19-й научной конференции аспирантов и 69-й научной конференции студентов и магистрантов: ч. 2. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2008. – С. 229–234. – 0,34 п.л.

6. Тимофеева А.А. Доверительный управляющий как инвестор-посредник на рынке ценных бумаг / А. А. Тимофеева // Финансово-инвестиционный потенциал в регионе: современное состояние и перспективы развития : сб. науч. тр. – 2008. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2008. – С. 259–265. – 0,42 п.л.

7. Тимофеева А.А. К вопросу о доверительном управляющем как участнике рынка ценных бумаг / А. А. Тимофеева // Финансово-инвестиционный потенциал в регионе: современное состояние и перспективы развития : сб. науч. тр. – 2008. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2008. – С. 265–270. – 0,36 п.л.

8. Тимофеева А.А. Накопительный элемент трудовых пенсий: формирование и управление / А. А. Тимофеева // Финансово-кредитная система в регионе: опыт, проблемы, инновации: сб. науч. тр. – 2009. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2009. – С. 239–244. – 0,32 п.л.

9. Тимофеева А.А. К вопросу о законодательных ограничениях при инвестировании средств пенсионных накоплений / А. А. Тимофеева // Материалы 68-й ежегодной научной конференции профессорско-преподавательского состава и докторантов, 20-й научной конференции аспирантов и 70-й научной конференции студентов и магистрантов: ч. 1 – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2009. – С. 238–243. – 0,36 п.л.

Научное издание

ТИМОФЕЕВА АННА АЛЕКСАНДРОВНА

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ДОВЕРИТЕЛЬНОМУ
УПРАВЛЕНИЮ ПЕНСИОННЫМИ НАКОПЛЕНИЯМИ**

АВТОРЕФЕРАТ

Подписано в печать 24.01.2012 г. Формат 60х90 1/16.
Бумага офсетная. Печать трафаретная. Усл. печ. Л. 1,5.
Тираж 100 экз. Заказ 0019.

Отпечатано в ИПО БГУЭП.
664003, г. Иркутск, ул. Лاپина, 1

2